



中国社会科学院创新工程学术出版资助项目



全国博士后管理委员会

金融创新与监管及其 宏观效应研究

Research on the Macro Effects of
Financial Innovation and Financial Supervision

薛昊旻 著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

金融创新与监管及其 宏观效应研究

Research on the Macro Effects of
Financial Innovation and Financial Supervision

薛昊旻 著



经济管理出版社

ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

金融创新与监管及其宏观效应研究/薛昊旻著. —北京: 经济管理出版社, 2014. 11
ISBN 978 - 7 - 5096 - 3318 - 2

I. ①金… II. ①薛… III. ①金融体制—体制创新—中国 ②金融监管—研究—中国
IV. ①F832. 1

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2014)第 194516 号

组稿编辑: 宋 娜

责任编辑: 张 马

责任印制: 黄章平

责任校对: 陈 颖

出版发行: 经济管理出版社

(北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 A 座 11 层 100038)

网 址: <http://www.E-mp.com.cn>

电 话: (010) 51915602

印 刷: 北京晨旭印刷厂

经 销: 新华书店

开 本: 720mm × 1000mm/16

印 张: 13

字 数: 213 千字

版 次: 2014 年 11 月第 1 版 2014 年 11 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978 - 7 - 5096 - 3318 - 2

定 价: 70.00 元

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部负责调换

联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974 邮编: 100836

编委会及编辑部成员名单

(一) 编委会

主 任：李 扬 王晓初

副主任：晋保平 张冠梓 孙建立 夏文峰

秘书长：朝 克 吴剑英 邱春雷 胡 滨（执行）

成 员（按姓氏笔画排序）：

卜宪群	王 巍	王利明	王灵桂	王国刚	王建朗	厉 声
朱光磊	刘 伟	杨 光	杨 忠	李 平	李 林	李 周
李 薇	李汉林	李向阳	李培林	吴玉章	吴振武	吴恩远
张世贤	张宇燕	张伯里	张昌东	张顺洪	陆建德	陈众议
陈泽宪	陈春声	卓新平	罗卫东	金 碚	周 弘	周五一
郑秉文	房 宁	赵天晓	赵剑英	高培勇	黄 平	曹卫东
朝戈金	程恩富	谢地坤	谢红星	谢寿光	谢维和	蔡 昉
蔡文兰	裴长洪	潘家华				

(二) 编辑部

主 任：张国春 刘连军 薛增朝 李晓琳

副主任：宋 娜 卢小生 姚冬梅

成 员（按姓氏笔画排序）：

王 宇	吕志成	刘丹华	孙大伟	曲建君	陈 颖	曹 靖
薛万里						

序 一

博士后制度是19世纪下半叶首先在若干发达国家逐渐形成的一种培养高级优秀专业人才的制度，至今已有一百多年历史。

20世纪80年代初，由著名物理学家李政道先生积极倡导，在邓小平同志大力支持下，中国开始酝酿实施博士后制度。1985年，首批博士后研究人员进站。

中国的博士后制度最初仅覆盖了自然科学诸领域。经过若干年实践，为了适应国家加快改革开放和建设社会主义市场经济制度的需要，全国博士后管理委员会决定，将设站领域拓展至社会科学。1992年，首批社会科学博士后人员进站，至今已整整20年。

20世纪90年代初期，正是中国经济社会发展和改革开放突飞猛进之时。理论突破和实践跨越的双重需求，使中国的社会科学工作者们获得了前所未有的发展空间。毋庸讳言，与发达国家相比，中国的社会科学在理论体系、研究方法乃至研究手段上均存在较大的差距。正是这种差距，激励中国的社会科学界正视国外，大量引进，兼收并蓄，同时，不忘植根本土，深究国情，开拓创新，从而开创了中国社会科学历史上最为繁荣的时期。在短短20余年内，随着学术交流渠道的拓宽、交流方式的创新和交流频率的提高，中国的社会科学不仅基本完成了理论上从传统体制向社会主义市场经济体制的转换，而且在中国丰富实践的基础上展开了自己的伟大创造。中国的社会科学和社会科学工作者们在改革开放和现代化建设事业中发挥了不可替代的重要作用。在这

个波澜壮阔的历史进程中，中国社会科学博士后制度功不可没。

值此中国实施社会科学博士后制度 20 周年之际，为了充分展示中国社会科学博士后的研究成果，推动中国社会科学博士后制度进一步发展，全国博士后管理委员会和中国社会科学院经反复磋商，并征求了多家设站单位的意见，决定推出《中国社会科学博士后文库》（以下简称《文库》）。作为一个集中、系统、全面展示社会科学领域博士后优秀成果的学术平台，《文库》将成为展示中国社会科学博士后学术风采、扩大博士后群体的学术影响力和社会影响力的园地，成为调动广大博士后科研人员的积极性和创造力的加速器，成为培养中国社会科学领域各学科领军人才的孵化器。

创新、影响和规范，是《文库》的基本追求。

我们提倡创新，首先就是要求，入选的著作应能提供经过严密论证的新结论，或者提供有助于对所述论题进一步深入研究的新材料、新方法和新思路。与当前社会上一些机构对学术成果的要求不同，我们不提倡在一部著作中提出多少观点，一般地，我们甚至也不追求观点之“新”。我们需要的是有翔实的资料支撑，经过科学论证，而且能够被证实或证伪的论点。对于那些缺少严格的前提设定，没有充分的资料支撑，缺乏合乎逻辑的推理过程，仅仅凭借少数来路模糊的资料和数据，便一下子导出几个很“强”的结论的论著，我们概不收录。因为，在我们看来，提出一种观点和论证一种观点相比较，后者可能更为重要：观点未经论证，至多只是天才的猜测；经过论证的观点，才能成为科学。

我们提倡创新，还表现在研究方法之新上。这里所说的方法，显然不是指那种在时下的课题论证书中常见的老调重弹，诸如“历史与逻辑并重”、“演绎与归纳统一”之类；也不是我们在很多论文中见到的那种敷衍塞责的表述，诸如“理论研究与实证分析的统一”等等。我们所说的方法，就理论研究而论，指的是在某一研究领域确定或建立基本事实以及这些事实之间关系的假

设、模型、推论及其检验；就应用研究而言，则指的是根据某一理论假设，为了完成一个既定目标，所使用的具体模型、技术、工具或程序。众所周知，在方法上求新如同在理论上创新一样，殊非易事。因此，我们亦不强求提出全新的理论方法，我们的最低要求，是要按照现代社会科学的研究规范来展开研究并构造论著。

我们支持那些有影响力的著述入选。这里说的影响力，既包括学术影响力，也包括社会影响力和国际影响力。就学术影响力而言，入选的成果应达到公认的学科高水平，要在本学科领域得到学术界的普遍认可，还要经得起历史和时间的检验，若干年后仍然能够为学者引用或参考。就社会影响力而言，入选的成果应能向正在进行着的社会经济进程转化。哲学社会科学与自然科学一样，也有一个转化问题。其研究成果要向现实生产力转化，要向现实政策转化，要向和谐社会建设转化，要向文化产业转化，要向人才培养转化。就国际影响力而言，中国哲学社会科学要想发挥巨大影响，就要瞄准国际一流水平，站在学术高峰，为世界文明的发展作出贡献。

我们尊奉严谨治学、实事求是的学风。我们强调恪守学术规范，尊重知识产权，坚决抵制各种学术不端之风，自觉维护哲学社会科学工作者的良好形象。当此学术界世风日下之时，我们希望本《文库》能通过自己良好的学术形象，为整肃不良学风贡献力量。

李扬

中国社会科学院副院长
中国社会科学院博士后管理委员会主任
2012年9月

序 二

在 21 世纪的全球化时代，人才已成为国家的核心竞争力之一。从人才培养和学科发展的历史来看，哲学社会科学的发展水平体现着一个国家或民族的思维能力、精神状况和文明素质。

培养优秀的哲学社会科学人才，是我国可持续发展战略的重要内容之一。哲学社会科学的人才队伍、科研能力和研究成果作为国家的“软实力”，在综合国力体系中占据越来越重要的地位。在全面建设小康社会、加快推进社会主义现代化、实现中华民族伟大复兴的历史进程中，哲学社会科学具有不可替代的重大作用。胡锦涛同志强调，一定要从党和国家事业发展全局的战略高度，把繁荣发展哲学社会科学作为一项重大而紧迫的战略任务切实抓紧抓好，推动我国哲学社会科学新的更大的发展，为中国特色社会主义事业提供强有力的思想保证、精神动力和智力支持。因此，国家与社会要实现可持续健康发展，必须切实重视哲学社会科学，“努力建设具有中国特色、中国风格、中国气派的哲学社会科学”，充分展示当代中国哲学社会科学的本土情怀与世界眼光，力争在当代世界思想与学术的舞台上赢得应有的尊严与地位。

在培养和造就哲学社会科学人才的战略与实践上，博士后制度发挥了重要作用。我国的博士后制度是在世界著名物理学家、诺贝尔奖获得者李政道先生的建议下，由邓小平同志亲自决策，经国务院批准于 1985 年开始实施的。这也是我国有计划、有目的

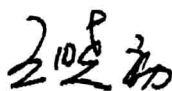
地培养高层次青年人才的一项重要制度。二十多年来，在党中央、国务院的领导下，经过各方共同努力，我国已建立了科学、完备的博士后制度体系，同时，形成了培养和使用相结合，产学研相结合，政府调控和社会参与相结合，服务物质文明与精神文明建设的鲜明特色。通过实施博士后制度，我国培养了一支优秀的高素质哲学社会科学人才队伍。他们在科研机构或高等院校依托自身优势和兴趣，自主从事开拓性、创新性研究工作，从而具有宽广的学术视野、突出的研究能力和强烈的探索精神。其中，一些出站博士后已成为哲学社会科学领域的科研骨干和学术带头人，在“长江学者”、“新世纪百千万人才工程”等国家重大科研人才梯队中占据越来越大的比重。可以说，博士后制度已成为国家培养哲学社会科学拔尖人才的重要途径，而且为哲学社会科学的发展造就了一支新的生力军。

哲学社会科学领域部分博士后的优秀研究成果不仅具有重要的学术价值，而且具有解决当前社会问题的现实意义，但往往因为一些客观因素，这些成果不能尽快问世，不能发挥其应有的现实作用，着实令人痛惜。

可喜的是，今天我们在支持哲学社会科学领域博士后研究成果出版方面迈出了坚实的一步。全国博士后管理委员会与中国社会科学院共同设立了《中国社会科学博士后文库》，每年在全国范围内择优出版哲学社会科学博士后的科研成果，并为其提供出版资助。这一举措不仅在建立以质量为导向的人才培养机制上具有积极的示范作用，而且有益于提升博士后青年科研人才的学术地位，扩大其学术影响力和社会影响力，更有益于人才强国战略的实施。

今天，借《中国社会科学博士后文库》出版之际，我衷心地希望更多的人、更多的部门与机构能够了解和关心哲学社会科学领域博士后及其研究成果，积极支持博士后工作。可以预见，我

国的博士后事业也将取得新的更大的发展。让我们携起手来，共同努力，推动实现社会主义现代化事业的可持续发展与中华民族的伟大复兴。



人力资源和社会保障部副部长
全国博士后管理委员会主任
2012 年 9 月

摘 要

由金融产品创新引发的美国次贷危机，不仅给美国经济造成重创，而且对世界经济造成了深远的消极影响，其原因就是金融创新过度和监管当局的监管缺陷，证明了美国的金融监管制度对危机抵御能力的缺失，也引致了新一轮金融监管制度改革。美国次贷危机引出了三个重要的金融新概念，即影子银行体系、系统重要性金融机构和宏观审慎监管政策框架，这成为新的监管体系建立的核心内容。影子银行体系助推了全球金融市场的快速发展，使现有的监管体制变得莫衷一是，并且由此引发出货币政策效果减弱和监管缺失，使各国政府及金融监管机构不得不考虑系统性金融风险的防范和宏观审慎监管问题。金融稳定理事会（FSB）作为国际社会新成立的全球性金融稳定监管国际组织，提出要加强宏观审慎监管的覆盖，以促进系统性金融监管来监督和减小系统性风险。中国在中共十七届五中全会也提出了“构建逆周期宏观审慎政策框架”。因此，为了有利于金融监管政策和措施的有效实施和效率的提高，基于美国次贷危机的背景，对金融产品创新产生的宏观效应进行比较系统的研究具有重要的理论意义和现实意义。

本书从金融创新的历史发展、金融监管改革及其宏观效应、影子银行体系及其宏观效应、系统重要性金融机构及其宏观效应、宏观审慎监管及其宏观效应、金融产品创新宏观效应的传导机制及应用六个方面，比较系统地阐述了金融产品创新的宏观效应，本书主要结论如下：

（1）从基本层面考察了金融创新的内涵、金融创新的发展历史和不同的金融创新模式等，站在金融业或金融环境的角度探讨

了金融创新的内部和外部主要原因,进而分析了金融创新与金融监管之间的基本关系,研究认为充分有效监管基础上的金融创新是推动经济发展、提高金融体系效率和规避风险的重要动力。

(2) 从历史的角度研究了美国和中国金融监管改革的历史进程,并且对2008~2012年国际金融监管大事件进行了梳理。运用主成分分析法构建了我国的金融监管指数,研究发现金融监管指数在2009~2012年始终处于上升阶段,金融监管的目标实现程度逐步增强,金融监管促进了宏观经济和金融体系的运行。从2010年金融监管对宏观经济的作用开始下降,监管效应主要体现在刺激金融领域的发展。从2012年开始,金融监管对微观经济的作用和宏观经济的作用都维持在比较稳定的水平。

(3) 系统重要性金融机构由于规模和市场关联度的优势,对整个金融体系和实体经济产生了巨大的外部效应。金融创新活动的高风险性带来的负外部效应会引发巨大的系统性风险。本书研究了系统重要性金融机构正负两方面外部性的作用机制和宏观效应,发现负外部性加大了整个金融体系的边际成本及政府和纳税人的负担,而且会快速传递到宏观经济体系。进一步结合庇古和科斯的外部性政策方法对系统重要性金融机构的监管问题进行了讨论,并将监管方法从政府解和市场解两个方面进行了分析,认为现有的业务管制和资本附加等监管方法可以在一定程度上使系统重要性金融机构的负外部性内在化,但是对于银行规模和税收方面的监管措施还需改进。

(4) 在金融监管放松和金融创新背景下诞生的影子银行体系,在市场参与者提供多种金融服务、平衡社会资金供求和推动整体金融市场发展的同时,因其高杠杆性和低透明度等特征,在其短期快速成长的同时,也积聚了大量的风险,并给整个金融市场和宏观经济带来极大的冲击和难以估量的损失,对社会融资方式和货币政策效果产生了新的挑战。本书运用Granger因果检验和向量误差修正模型研究了影子银行体系对社会融资规模、货币供需、物价和经济发展水平的影响,并针对我国影子银行的发展情况给出了监管建议。

(5) 在金融创新与经济发展、货币供求、金融风险及福利效

应四个方面研究了金融创新的宏观效应。研究表明,金融创新水平与经济增长之间存在相互影响的关系,金融创新会使广义货币供应量减少,广义货币供给的增加会促进金融机构的创新行为。研究还表明,中国金融发展速度快于经济发展,实体经济的交易和投资活动逐步通过金融资产实现,金融资产总值与国内生产总值相比对宏观经济的敏感程度较高。

(6) 美国金融危机暴露出识别和测量系统性风险的缺陷和对金融系统稳定性负责的全面政策框架的缺失,为此国际社会开始建立宏观审慎监管政策框架,并对金融系统整体稳定性进行维护。本书研究表明,现行实施逆周期政策时间的确定受宏观经济形势和货币政策两方面因素的影响。宏观审慎监管的逆周期政策有助于消化金融市场产生的负面冲击,分散不同经济阶段的压力。宏观审慎政策工具中增加资本和提高流动性的要求在短期内会增加银行运营成本,降低金融体系效率,削弱本国银行的国际竞争力,同时抵消其他宏观政策对经济刺激的效果。长期严格审慎的监管标准会减小经济周期的幅度,从而使金融机构稳健运行。

关键词: 金融创新 金融危机 金融监管 系统重要性金融机构 影子银行体系

Abstract

The United States subprime mortgage crisis caused by financial product innovation, made a profound negative impact. not only on the U. S. economy, but also on the world economy. The excessive financial innovation and regulation defects of regulatory authorities, proves the defects of the ability to resist to the crisis of the U. S. . It also led to a new round of reform of financial supervision system. The U. S. subprime mortgage crisis led to the three important financial new concepts, namely, the shadow banking system, systemically important financial institutions and macro-prudential regulation policy framework, which become the core content of the new regulatory system to be established. The shadow banking system speeded up the development of global financial markets, challenged the existing regulatory system, and weakened the monetary policy effects and exposed the imperfection of regulation. Governments and financial regulators in the world have to take into consideration the systemic financial risk and macro-prudential regulation problems. The Financial Stability Board (FSB) as the new global international organization of the international community, put forward to strengthen the macro-prudential regulation scope so as to promote to oversee systemic financial supervision and reduce systemic risk. China also put forward in the fifth plenary session of the 17th CPC Central Committee “build counter-cyclical macro-prudential policy framework” . Therefore, in order to benefit the effective and efficiency of the implementation of the financial regulatory policies and measurements, doing research on systematic the macroeconomic effects on financial products innovation

based on the background of the U. S. subprime mortgage crisis, has important theoretical significance and practical significance.

This book systematically expounds the macro effects of financial products innovation – from six aspects, which include the historical development of financial innovation, financial regulatory reform and macroeconomic effects, the shadow banking system and macro effects, systemically important financial institutions and its' macro effects, macro-prudential regulation and its macro effects, financial product innovation and its macro effects and its transmission mechanism with applications. The main work and conclusions are as follows:

(1) From the basic level, this book discusses the connotation of financial innovation, the development history of financial innovation and financial innovation patterns, based on the point of view of finance or the financial environment. The main internal and external reasons of financial innovation and the basic relationship between financial innovation and financial supervision are analyzed. Financial innovation based on the fully effective regulation is the important motivation to promote economic development, improve the financial system efficiency and avoid risk.

(2) This book investigates the historical process of financial regulatory reform both in the United States and China from 2008 to 2012, and teases out the international financial regulatory big events. Using principal component analysis (PCA) to build China's financial regulation index, the study that financial regulatory index from 2009 to 2012 was always at the rising stage, the realization degree of financial regulation goal was gradually strengthen, financial supervision promoted the operation of the macro economic and financial system. Since 2010, the macro began to decline, the role of regulatory effect mainly reflected in stimulate the development of the financial sector. Since 2012, the role of financial regulatory effects on microeconomic and macroeconomic remained at maintained relatively stable level.

(3) The systemically important financial institutions produced

huge external effects on the entire financial system and real economy, owing to its advantage on scale and market correlation. The negative external effects caused by high risk of financial innovation activities can lead to immense systemic risk and crisis. This book analyzes the mechanism and micro effects of positive and negative externalities induced by systemically important financial institutions. It is found that negative externalities will increase the marginal cost of the entire financial system, the government and the taxpayers' burden, and the negative externalities will quickly pass to the macro economic system. At last, this book further discusses the regulation of systemically important financial institutions combining the externalities policy methods of Pigou and Coase from two aspects of government and market solutions, and comes to a conclusion that the existing business controls and additional capital regulatory methods can make the negative externalities internalization in a certain extent, but the regulations to bank size and taxation still need to be improved.

(4) The shadow banking system was created in the context of financial liberalization and financial innovation. It can diversify the financial services, balance social capital supply and demand, and accelerate the overall development of financial markets as well. However, owing to the characteristics of its high leverage and low transparency, shadow banking system grows rapidly in the short-term, while accumulating large-scale risk. At the same time, it has a tremendous impact and incalculable loss to the entire financial system and macroeconomic. As a main part of micro-economic, the shadow banking system presents new challenges for social financing and the effects of monetary policy. This book analyzes the impact of the shadow banking system on the scale of social financing, money supply and demand, price and the level of economic development through the Granger causality test and vector error correction model. At last, we make policy recommendations for the development of Chinese shadow banking system.

(5) This book researches the macro effects of financial innovation

in the four aspects, which include financial innovation and economic development, financial innovation and money supply & demand, financial innovation and welfare effects. Our study shows that the mutual influence exists between financial innovation and economic growth, financial innovation could reduce the amount of broad money supply, and an increase in broad money supply will promote innovative behavior of financial institutions. The development of Chinese financial is faster than economic growth, the trade and investment activities of real economy comes into realization through financial assets gradually. The financial assets are at high more sensitive to macroeconomic compared to GDP.

(6) The U. S. financial crisis exposed the defects of systemic risk identification and measurement, at the same time, the comprehensive policy framework responsible for the stability of the financial system was deficient. Therefore the international community began to establish macroprudential policy framework and protected the financial system stability. This study shows that the time determination of current counter-cyclical policies implementation is influenced by the macroeconomic situation and monetary policy. The counter-cyclical policy helps to digest the negative impact of financial markets and decentralizes economic pressure of different stages. In the short term, the capital and liquidity requirements of macroprudential supervision policy instruments will increase the bank operating costs, reduce the efficiency of the financial system and undermine the international competitiveness of domestic banks, while offsetting the stimulus effect of other macroeconomic policies. In the long term, strict prudential standards will promote maintain the stable operation of financial institutions through magnitude of the economic cycle.

Key Words: Financial Innovation; Financial Crisis; Financial Supervision; Systemically Important Financial Institutions; Shadow Banking System